

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 75.00

(From: Bt 73.00)

21 SEPTEMBER 2021

Upside : 16.7%

CP ALL Public Co Ltd (CPALL TB)

เข้าสู่การเติบโตรอบใหม่

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CPALL เนื่องจากยังคงไม่เริ่มเข้าสู่การเติบโตของกำไรรอบใหม่ ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 50% ในปี 2022-24F และด้วยการปรับโครงสร้างการถือหุ้นของโลตัส ซึ่งมาพร้อมกับการเกิดผลประโยชน์ร่วมกัน พื้นที่ลดลง และอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง เราจึงปรับราคาเป้าหมายของ CPALL เป็น 75 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยเริ่มเข้าสู่การเติบโตรอบใหม่

ด้วย underperformed SET มาเป็นเวลา 3 ปี เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPALL ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้ 1) เราคาดว่า CPALL จะเริ่มเข้าสู่การเติบโตของกำไรรอบใหม่ ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโต 85/43/27% ในปี 2022-24F จากฐานที่ต่ำที่ -38% ในปี 2021F 2) เราคาดว่า CPALL จะได้รับประโยชน์จากแผนการปรับโครงสร้างการถือหุ้นของโลตัสของกลุ่ม CP เพียงเล็กน้อย และเราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ CPALL เป็น 3/8/7% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 75 บาท (จาก 73 บาท) 3) เรามองว่า CPALL ไม่แพง ซื้อขายในปี 2023F ที่มีการฟื้นตัวเต็มที่ที่ 24 เท่า PE เราคาดว่าปี 2023F จะมีกำไรมากกว่าปี 2019

เรื่องราวการฟื้นตัว

ปัจจัยหลักผลักดันการฟื้นตัวของกำไรของ CPALL ได้แก่ ธุรกิจ CVS 7-Eleven, การฟื้นตัวของกำไรของโลตัส และดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการชำระหนี้ เราคาดว่าสถานการณ์โควิดจะคลี่คลายในปีหน้าด้วยมีมาตรการล็อกดาวน์และความเสี่ยงจากเคอร์ฟิว ซึ่งส่งกระทบต่อ CVS ตั้งแต่ปีที่แล้วลดลง และจำนวนนักท่องเที่ยวจะทยอยกลับมา (5% ของยอดขายปี 2019) ใน 2H22F เราคาดว่ายอดขายของ CVS จะเติบโต 13/12/11% ในปี 2022-24F นอกจากนี้เรายังคาดว่า CPALL จะขายหุ้นบางส่วนใน MAKRO โดยการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป (PO) และใช้เงินที่ได้ไปชำระหนี้ เราคาดว่าดอกเบี้ยจ่ายของ CPALL จะลดลง 3.3/0.7/0.8 พันล.บ. ในปี 2022-24F และเราคาดว่าโลตัสจะกลับมามีกำไร 6.7/11.3/13.3 พันล.บ. ในปี 2022-24F จากขาดทุน 1.2 พันล.บ. ในปี 2021F

แผนการปรับโครงสร้างการถือหุ้นของโลตัส

เราวางแผนการปรับโครงสร้างการถือหุ้นของโลตัสในบทวิเคราะห์นี้ ในแผนนี้ MAKRO จะถือหุ้น 100% ในโลตัส และ CPALL จะไม่ถือหุ้นโดยตรงในโลตัสอีกต่อไป (จากปัจจุบันที่ถืออยู่ 40%) MAKRO จะจัดหาเงินทุนให้กับกิจการโลตัส โดยทำการแลกหุ้น และจะทำ PO เพื่อลดหนี้ที่มาพร้อมกับโลตัสด้วย ซึ่งสุดท้าย สัดส่วนการถือหุ้นของ CPALL ใน MAKRO จะลดลงจาก 93.1% เหลือ 51.6% และสุทธิแล้ว เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ CPALL ขึ้น 3/8/7% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อน 1) มูลค่าจากการผนึกกำลัง (Synergy) ที่สูงขึ้นจากธุรกิจแม่โคโรโลตัส 2) ดอกเบี้ยจ่ายของ MAKRO ที่ลดลงจากต้นทุนเงินทางการเงินที่ลดลงจากการรีไฟแนนซ์ของโลตัส และการชำระหนี้ และ 3) ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงของ CPALL จากการชำระหนี้โดยใช้เงินที่ได้จากการขายหุ้น MAKRO ให้แก่ประชาชนทั่วไป (PO)

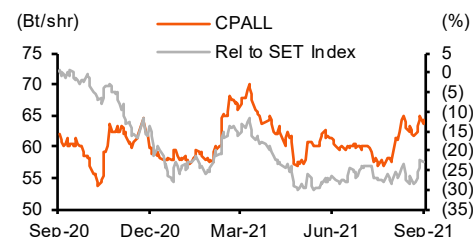
ไม่แพง

ในฐานะเป็นหุ้น Big-cap ที่มี EPS ฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 85/43/27% ในปี 2022-24F เรามองว่า CPALL ซื้อขายที่ PE ที่ไม่แพงที่ 34 เท่า ในปี 2022F และถูกลงไปที่ 24 เท่า ในปี 2023F เมื่อคาดว่ากำไรจะพลิกกลับอย่างเต็มที่ และมีกำไรมากกว่าระดับก่อนโควิดที่ 2.2 หมื่นล.บ. ในปี 2019 ระดับ PE เฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิดของ CPALL อยู่ที่ 30.7 เท่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	546,207	557,640	613,332	679,522
Net profit	16,102	10,232	18,061	25,402
Consensus NP	—	11,226	17,035	20,875
Diff frm cons (%)	—	(8.9)	6.0	21.7
Norm profit	15,876	10,232	18,061	25,402
Prev. Norm profit	—	10,682	17,548	23,557
Chg frm prev (%)	—	(4.2)	2.9	7.8
Norm EPS (Bt)	1.7	1.0	1.9	2.7
Norm EPS grw (%)	(30.0)	(37.9)	84.8	43.0
Norm PE (x)	38.8	62.5	33.8	23.7
EV/EBITDA (x)	16.4	17.9	15.2	12.8
P/BV (x)	6.0	5.8	5.2	4.6
Div yield (%)	1.4	0.8	1.5	2.1
ROE (%)	16.7	10.4	17.1	21.5
Net D/E (%)	180.8	104.6	89.1	70.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

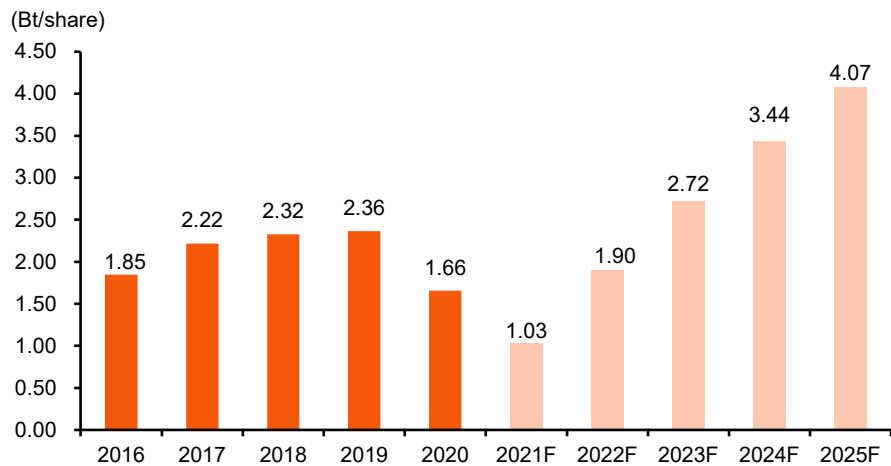
Price as of 21-Sep-21 (Bt)	64.25
Market Cap (US\$ m)	17,294.3
Listed Shares (m shares)	8,983.1
Free Float (%)	57.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	47.4
12M Price H/L (Bt)	70.00/53.75
Sector	Commerce
Major Shareholder	CP Group 35.58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: New Earnings Cycle Set To Start In 2022F

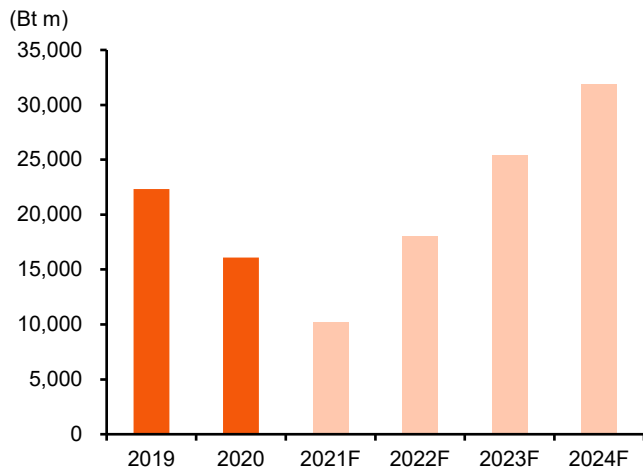


Sources: Company data, Thanachart estimates

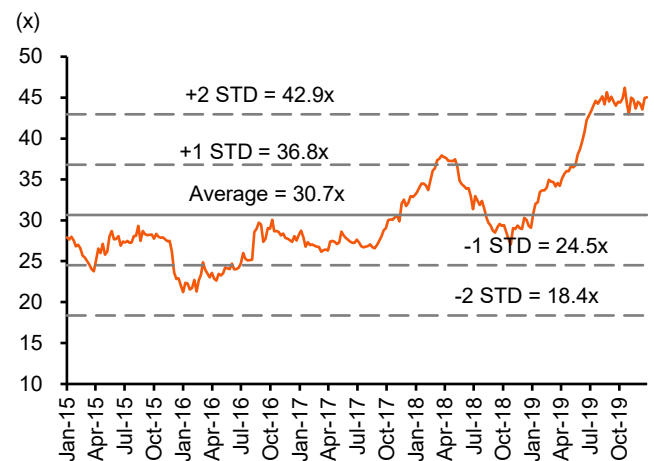
Ex 2: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Lotus's profit contribution (Bt m)												
- New	(475)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Old	(475)	1,078	2,300	3,027	3,297	3,582	3,883	4,201	4,538	4,894	5,270	5,669
Change (%)	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
MAKRO's profit contribution (Bt m)												
- New	6,529	7,455	10,332	12,052	13,264	14,351	15,339	16,373	17,450	18,569	19,737	20,960
- Old	6,732	7,211	8,098	9,368	10,786	11,942	12,884	13,867	14,885	15,935	17,026	18,163
Change (%)	(3.1)	3.3	21.6	22.3	18.7	16.8	16.0	15.3	14.7	14.2	13.7	13.3
Interest expenses (Bt m)												
- New	11,576	8,259	7,550	6,751	6,066	8,306	7,109	6,295	5,362	4,549	3,890	3,640
- Old	11,545	9,605	8,863	8,034	7,266	9,241	7,945	6,990	5,915	4,964	4,221	3,802
Change (%)	0	(14)	(15)	(16)	(17)	(10)	(11)	(10)	(9)	(8)	(8)	(4)
Normalized profit (Bt m)												
- New	10,232	18,061	25,402	31,898	37,598	41,098	46,906	52,677	58,448	65,351	72,539	79,918
- Old	10,682	17,548	23,557	29,934	36,079	39,745	45,566	51,380	57,199	64,158	71,354	78,909
Change (%)	(4.2)	2.9	7.8	6.6	4.2	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7	1.3

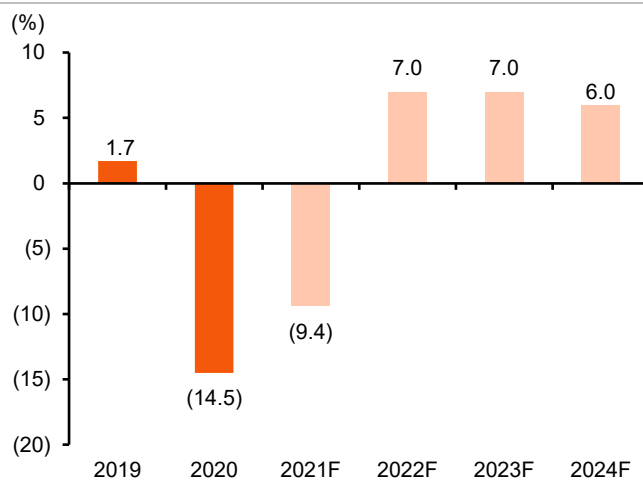
Source: Thanachart estimates

Ex 3: CPALL's Net Profit

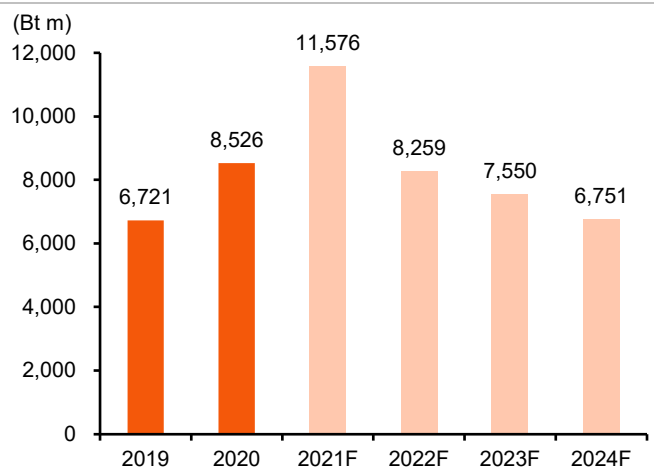
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: CPALL's PE

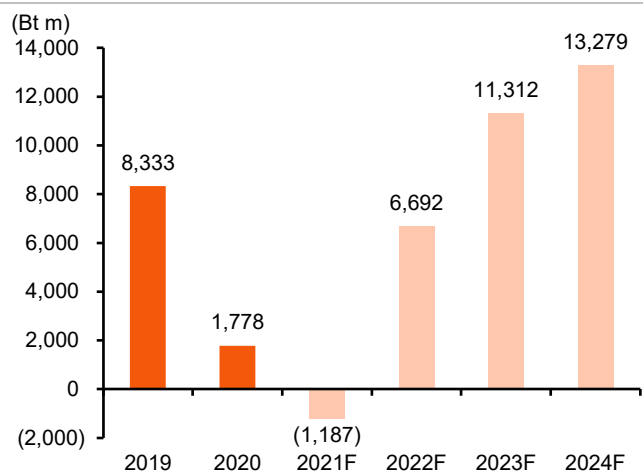
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: 7-Eleven's SSSG

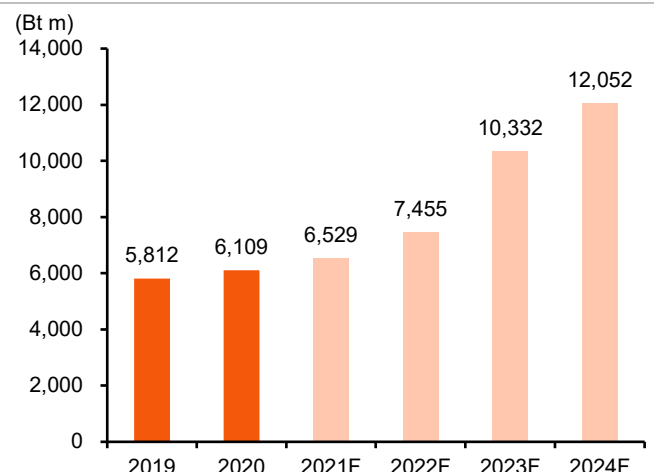
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Falling Interest Costs

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Lotus's Earnings Turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: MAKRO's Profit Contribution

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: CPALL Would Emerge Net Positive From The Lotus Deal

(Bt m)	Before			After		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
MAKRO's profit, incl. Lotus	7,747	8,700	10,064	14,439	20,012	23,343
Lotus's profit*	2,696	5,751	7,568	6,692	11,312	13,279
Contribution to CPALL						
Stake in MAKRO**	93.08%	93.08%	93.08%	51.63%	51.63%	51.63%
Stake in Lotus	40.00%	40.00%	40.00%	-	-	-
Profit contribution from MAKRO	7,211	8,098	9,368	7,455	10,332	12,052
Profit contribution from Lotus	1,078	2,300	3,027	0	0	0
CPALL's interest savings***				1,108	1,108	1,108
Total profit contribution	8,289	10,398	12,395	8,563	11,440	13,160
Post-deal contribution accretion				274	1,042	765
% change after the deal				3.3%	10.0%	6.2%

Source: Thanachart estimates

Note: *Lotus's post-deal profit factors in the following:

- 1) Lotus's debt repayment of Bt65bn (using MAKRO's PO proceeds).
- 2) Refinancing of Lotus's remaining debt of Bt55bn.
- 3) Cost-saving synergies of Bt1bn in 2022F and Bt2bn p.a. in 2023-24F.

Note: **Stake in Makro falls after EBT to 65.97% and then after the PO to 51.63%

Note: ***CPALL would pay down debt using PO proceeds under the following assumptions

- 1) Total MAKRO share sale by CPALL in the PO: 363.2m + 340.5m (greenshoe) = 703.7m shares
- 2) Cash proceeds assuming a Bt48 PO price = Bt33,778m
- 3) Interest savings assuming CPALL's cost of debt of 4.1% = Bt1,385m (Bt1,108m after tax)

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	45,286	54,197	62,734	70,246	77,637	84,230	91,032	98,017	106,509	115,475	124,800	
Free cash flow	29,759	37,854	45,898	55,400	60,865	66,462	72,564	78,888	86,473	94,476	102,688	1,484,241
PV of free cash flow	29,678	32,385	36,308	40,531	40,308	40,533	40,743	40,790	41,174	44,975	43,130	623,400
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	8.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	1,053,956											
Net debt (end-2021F)	245,402											
Minority interest	134,558											
Equity value	673,995											
# of shares (m)	8,986											
Equity value/share (Bt)	75.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(86.7)	na	75.8	11.6	1.0	1.4	8.8	6.3	0.0	0.7
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(44.4)	99.1	23.9	12.0	0.8	0.9	6.5	5.6	5.5	4.4
Tesco	TSCO LN	Britain	(53.0)	86.3	22.8	12.3	1.1	1.4	8.8	7.4	3.5	4.1
Carrefour SA	CA FP	France	12.4	13.3	10.5	9.3	1.1	1.1	6.3	5.9	3.7	4.1
Casino Guichard	CO FP	France	29.1	16.9	11.3	9.6	0.8	0.8	7.3	6.9	4.6	5.4
L'Oreal SA	OR FP	France	19.4	9.2	44.4	40.7	7.0	6.5	27.4	25.3	1.2	1.3
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	22.7	2.3	20.4	20.0	4.5	4.1	9.5	9.4	0.6	0.7
Aeon	8267 JP	Japan	na	na	na	91.4	2.5	2.7	10.7	9.0	1.2	1.2
Kao Corporation	4452 JP	Japan	0.9	11.2	25.0	22.5	3.4	3.2	12.4	11.4	2.2	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(25.3)	4.8	24.2	23.1	2.1	2.0	10.7	10.1	1.3	1.4
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	23.2	63.6	51.6	5.9	5.5	28.0	19.5	0.7	0.7
Lawson	2651 JP	Japan	(56.6)	96.1	64.0	32.6	2.2	2.1	4.5	3.9	2.6	2.6
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(25.7)	33.3	28.6	21.5	1.7	1.6	6.9	5.6	1.9	2.0
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	152.4	22.8	11.7	9.6	0.6	0.5	9.1	8.8	3.5	3.7
Shinsegae	004170 KS	South Korea	na	28.0	11.4	8.9	0.7	0.6	8.3	8.2	0.7	0.7
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	191.4	18.9	24.5	20.6	1.5	1.4	5.8	4.9	0.7	0.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	23.4	(4.2)	10.9	11.4	6.4	6.4	5.9	6.2	2.1	2.6
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	13.6	4.2	22.5	21.6	4.7	4.4	11.5	11.2	1.5	1.5
Home Depot Inc	HD US	USA	21.2	4.4	22.7	21.8	290.5	2,628.7	15.8	15.5	1.8	2.0
Yonghui Superstores	601933 CH	China	na	na	na	40.3	2.0	2.0	44.5	24.0	1.3	0.9
Sa International	178 HK	Hong Kong	na	na	na	92.2	3.5	3.2	na	22.8	0.0	1.0
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(27.0)	57.5	27.2	17.3	3.7	3.4	12.5	14.1	3.2	4.5
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(7.3)	20.8	30.5	25.3	7.2	6.9	12.3	11.1	3.0	3.4
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(14.6)	51.2	37.3	24.7	19.9	21.0	9.4	9.0	1.8	2.7
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(0.5)	25.7	34.6	27.5	1.2	1.1	13.9	13.4	1.4	1.8
COM7 *	COM7 TB	Thailand	44.3	39.6	40.7	29.2	18.9	15.8	27.1	20.2	2.0	2.8
CP All *	CPALL TB	Thailand	(37.9)	84.8	62.5	33.8	5.8	5.2	17.9	15.2	0.8	1.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(44.7)	127.5	82.6	36.3	3.3	3.1	22.5	16.5	0.8	1.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	na	106.4	73.7	35.7	3.7	3.5	11.1	9.7	0.5	1.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	62.8	20.1	30.1	25.1	5.0	4.4	22.9	19.2	1.3	1.6
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(1.0)	19.8	35.8	29.9	8.4	7.8	18.9	16.5	2.2	2.7
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(5.0)	16.4	46.6	40.0	1.9	1.8	30.4	47.9	0.9	2.0
Mc Group *	MC TB**	Thailand	(20.6)	29.5	21.0	16.2	2.1	2.1	8.3	7.5	4.8	5.9
Average			5.3	36.9	34.7	28.0	12.9	83.5	14.2	13.0	1.9	2.3

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth, ** MC's fiscal year ends in June. The figures shown in the table are for FY22F and FY23F

Based on 21 September 2021 closing price

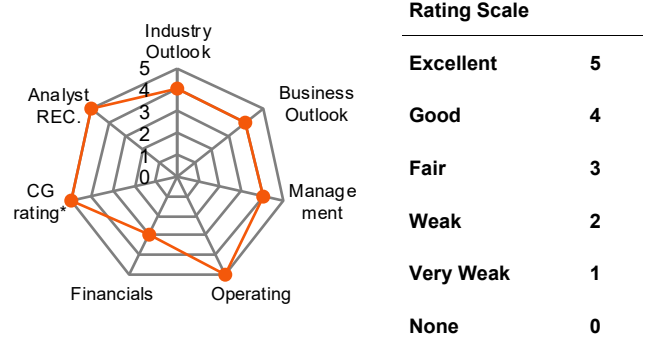
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) (CPALL) เป็นบริษัทของคนไทยที่ดำเนินธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ภายใต้เครื่องหมายการค้า 7 - Eleven และถือหุ้น 93.08% ใน บมจ.สยามแม็คโคร บริษัทฯ ยังประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจตัวแทนรับชำระเงินค่าสินค้าและบริการ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย - บริษัท เคาน์เตอร์เซอร์วิส จำกัด, ธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารพร้อมทานและเบเกอรี่ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัท ซี.พี. ค้าปลีกและการตลาด จำกัด ในเดือนธันวาคม 2020 บริษัทฯ ได้ลงทุน 40% ในเอสโกเอเชีย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำธุรกิจร้านสะดวกซื้อในประเทศไทย มีลักษณะผูกขาดโดยธรรมชาติ ด้วยมีส่วนแบ่งตลาดมากกว่า 64%
- ดำเนินงานบริหารร้าน 7-Eleven ในประเทศไทย ซึ่งเป็นธุรกิจที่มั่นคงและสร้างเงินสดได้จำนวนมาก
- ทำแฟรนไชส์ประสบความสำเร็จ

O — Opportunity

- ธุรกิจร้านสะดวกซื้อของไทยยังไม่ถึงจุดอิ่มตัว และการแข่งขันไม่รุนแรง
- มีโอกาสในการขยายสาขามากขึ้นในต่างจังหวัด เนื่องจากยังคงมีการรุกไปยังตลาดต่างจังหวัดไม่มาก
- การขยายตัวไปยัง CLMV
- แหล่งรายได้บริการใหม่

W — Weakness

- การขยายสาขาที่เร็วเกินไปอาจนำไปสู่ภาวะการขาดแคลนพนักงาน
- ขาดทุนในปีแรกๆ จากการขยายไปยังต่างประเทศของ MAKRO ไปยังกัมพูชา อินเดีย พม่า และจีน
- หนี้ที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุน 40% ในโลตัส

T — Threat

- ความเสี่ยงทางด้านกฎหมาย - พระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจค้าปลีกและค้าส่ง
- ความเสี่ยงภัยธรรมชาติ
- ความเสี่ยงในเรื่องการโจรกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	68.38	75.00	10%
Net profit 21F (Bt m)	11,226	10,232	-9%
Net profit 22F (Bt m)	17,035	18,061	6%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 5	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2021F ต่ำกว่าตลาด 9% เนื่องจากสมมติฐานยอดขายสาขาเดิมของ 7-Eleven การดำเนินงานของโลตัสที่ต่ำลง เนื่องจากผลกระทบจากโควิด-19 แต่ประมาณการกำไรปี 2022F ของเรายิ่งสูงกว่า เนื่องจากการฟื้นตัวของธุรกิจหลังโควิดคลี่คลาย และกำไรที่สูงขึ้นจาก MAKRO หลังเข้าซื้อโลตัส
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า 10%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของร้าน 7-Eleven เนื่องจากมีความเชื่อมโยงกับการบริโภคในประเทศสูง และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากคู่แข่งอื่น เช่น Family Mart, Tops และ mini BIGC ขยายตัวเร็วกว่าคาด และประสบความสำเร็จมากกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากบริษัทย่อย MAKRO ไม่ประสบความสำเร็จในต่างประเทศ และมีผลขาดทุนมากกว่าที่เราคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	570,712	546,207	557,640	613,332	679,522
Cost of sales	426,063	410,880	422,581	462,165	509,890
Gross profit	144,649	135,327	135,059	151,167	169,631
% gross margin	25.3%	24.8%	24.2%	24.6%	25.0%
Selling & administration expenses	111,562	107,858	110,253	121,005	133,357
Operating profit	33,087	27,469	24,807	30,162	36,274
% operating margin	5.8%	5.0%	4.4%	4.9%	5.3%
Depreciation & amortization	10,166	19,895	21,143	22,709	24,292
EBITDA	43,252	47,364	45,950	52,871	60,566
% EBITDA margin	7.6%	8.7%	8.2%	8.6%	8.9%
Non-operating income	295	157	419	479	263
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(6,721)	(8,526)	(11,576)	(8,259)	(7,550)
Pre-tax profit	26,660	19,100	13,649	22,382	28,988
Income tax	4,070	2,759	2,457	4,029	5,218
After-tax profit	22,591	16,340	11,192	18,354	23,770
% net margin	4.0%	3.0%	2.0%	3.0%	3.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	(63)	(475)	6,692	11,312
Minority interests	(351)	(400)	(485)	(6,984)	(9,680)
Extraordinary items	104	226	0	0	0
NET PROFIT	22,343	16,102	10,232	18,061	25,402
Normalized profit	22,240	15,876	10,232	18,061	25,402
EPS (Bt)	2.4	1.7	1.0	1.9	2.7
Normalized EPS (Bt)	2.4	1.7	1.0	1.9	2.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	71,923	81,404	179,840	88,759	100,767
Cash & cash equivalent	30,519	40,626	126,627	33,037	42,037
Account receivables	1,718	1,650	1,685	1,853	2,053
Inventories	31,538	31,749	43,995	45,583	47,497
Others	8,148	7,379	7,534	8,286	9,180
Investments & loans	34	85,586	(3,229)	(3,229)	(3,229)
Net fixed assets	116,082	120,199	123,326	126,696	130,222
Other assets	187,578	236,165	479,739	475,514	470,114
Total assets	375,617	523,354	779,676	687,740	697,874
LIABILITIES:					
Current liabilities:	112,917	123,383	155,189	148,220	155,985
Account payables	78,550	72,778	75,254	82,303	90,802
Bank overdraft & ST loans	3,341	1,056	11,161	7,745	7,135
Current LT debt	12,528	19,825	36,087	25,042	23,071
Others current liabilities	18,498	29,723	32,688	33,129	34,976
Total LT debt	129,193	221,503	324,781	225,379	207,641
Others LT liabilities	25,139	66,874	65,023	61,487	57,377
Total liabilities	267,250	411,759	544,994	435,086	421,004
Minority interest	14,629	14,836	134,558	141,542	151,222
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,983	8,983	8,986	8,986	8,986
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	16,318	16,833	16,833	16,833	16,833
Retained earnings	66,753	69,258	72,620	83,608	98,144
Shareholders' equity	93,739	96,759	100,124	111,112	125,648
Liabilities & equity	375,617	523,354	779,676	687,740	697,874

Sources: Company data, Thanachart estimates

Thai 7-Eleven business is cash-flow generating with rapid breakeven

We estimate EPS growth resuming at a 50% CAGR over 2022-24F

Higher debt burden from investment in Lotus in late 2020

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	26,660	19,100	13,649	22,382	28,988
Tax paid	(3,932)	(3,082)	(2,300)	(3,964)	(5,023)
Depreciation & amortization	10,166	19,895	21,143	22,709	24,292
Chg In working capital	(1,887)	(5,915)	(9,804)	5,292	6,386
Chg In other CA & CL / minorities	(789)	11,869	118,735	2,212	9,687
Cash flow from operations	30,218	41,867	141,423	48,631	64,329
Capex	(14,960)	(15,009)	(14,510)	(15,390)	(16,200)
Right of use	0	(61,902)	(6,190)	(6,190)	(6,190)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(85,552)	88,815	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,711	46,238	(246,314)	295	(1,754)
Cash flow from investments	(13,250)	(116,225)	(178,199)	(21,285)	(24,144)
Debt financing	(8,505)	97,547	129,644	(113,862)	(20,318)
Capital increase	0	0	3	0	0
Dividends paid	(10,780)	(11,229)	(6,871)	(7,073)	(10,866)
Warrants & other surplus	(2,655)	(1,854)	0	0	0
Cash flow from financing	(21,940)	84,465	122,777	(120,936)	(31,184)
Free cash flow	15,258	26,858	126,913	33,241	48,129

Business is generating strong free cash flows

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	27.2	38.8	62.5	33.8	23.7
Normalized PE - at target price (x)	31.7	45.3	73.0	39.5	27.6
PE (x)	27.1	38.2	62.5	33.8	23.7
PE - at target price (x)	31.6	44.6	73.0	39.5	27.6
EV/EBITDA (x)	16.0	16.4	17.9	15.2	12.8
EV/EBITDA - at target price (x)	18.2	18.5	20.0	17.0	14.4
P/BV (x)	6.2	6.0	5.8	5.2	4.6
P/BV - at target price (x)	7.2	7.0	6.7	6.1	5.4
P/CFO (x)	19.1	13.8	4.1	11.9	9.0
Price/sales (x)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	1.9	1.4	0.8	1.5	2.1
FCF Yield (%)	2.6	4.7	22.0	5.8	8.3
(Bt)					
Normalized EPS	2.4	1.7	1.0	1.9	2.7
EPS	2.4	1.7	1.0	1.9	2.7
DPS	1.3	0.9	0.5	0.9	1.4
BV/share	10.4	10.8	11.1	12.4	14.0
CFO/share	3.4	4.7	15.7	5.4	7.2
FCF/share	1.7	3.0	14.1	3.7	5.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Inexpensive PEs in our view with strong EPS growth from 2022F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	8.2	(4.3)	2.1	10.0	10.8
Net profit (%)	6.8	(27.9)	(36.5)	76.5	40.6
EPS (%)	2.0	(29.3)	(38.9)	84.8	43.0
Normalized profit (%)	6.5	(28.6)	(35.5)	76.5	40.6
Normalized EPS (%)	1.7	(30.0)	(37.9)	84.8	43.0
Dividend payout ratio (%)	52.6	53.6	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.3	24.8	24.2	24.6	25.0
Operating margin (%)	5.8	5.0	4.4	4.9	5.3
EBITDA margin (%)	7.6	8.7	8.2	8.6	8.9
Net margin (%)	4.0	3.0	2.0	3.0	3.5
D/E (incl. minor) (x)	1.3	2.2	1.6	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.8	1.0	0.9	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	4.9	3.2	2.1	3.7	4.8
Interest coverage - EBITDA (x)	6.4	5.6	4.0	6.4	8.0
ROA - using norm profit (%)	5.9	3.5	1.6	2.5	3.7
ROE - using norm profit (%)	24.9	16.7	10.4	17.1	21.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	25.3	17.2	11.4	17.4	20.1
- asset turnover (x)	1.5	1.2	0.9	0.8	1.0
- operating margin (%)	5.8	5.1	4.5	5.0	5.4
- leverage (x)	4.2	4.7	6.6	6.9	5.9
- interest burden (%)	79.9	69.1	54.1	73.0	79.3
- tax burden (%)	84.7	85.6	82.0	82.0	82.0
WACC (%)	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
ROIC (%)	13.8	11.3	6.8	7.2	8.8
NOPAT (Bt m)	28,036	23,500	20,341	24,733	29,745
invested capital (Bt m)	208,283	298,517	345,526	336,242	321,460

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We forecast ROE to head
back up from next year*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุญนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลากินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th